

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15320081152183

UDC_____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

中国股票市场财富效应对消费需求影响
研究

Study on How Stock Market Wealth Effect Affects China's
Consumption

吕 茉

指导教师姓名: 赵西亮 副教授

专 业 名 称: 西方经济学

论文提交时间: 2011 年 4 月

论文答辩日期: 2011 年 5 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

2010 年，我国沪深股市总市值全球排名第二。从 20 世纪 90 年代初上海、深圳股票交易所创立起步，中国资本市场用短短 20 年的时间成就了世界金融史上的奇迹。2010 年上半年，我国 GDP 超越日本，跃居全球第二。

在现今中国股票市场繁荣、经济增长迅速的背景下，本文试图探讨中国股票市场财富效应对消费需求的影响。前两部分为绪论和文献综述。第三部分为理论分析，首先介绍了财富效应的内涵，接着从不同学派的消费函数入手，重点运用了生命周期-持久收入模型（LC-PIH）对股市财富效应进行了剖析，归纳出了股票市场财富效应的作用机制、基本特征和存在条件。第四部分是实证分析，选取我国 2003-2010 年的城镇居民人均可支配收入、人均社会消费品零售总额和中国沪深股市流通中股票总市值的季度数据，进行了协整检验，以生命周期-持久收入模型（LC-PIH）为基础，运用动态分布滞后模型，进行多元回归，得出了两个基本结论：1. 居民可支配收入、沪深股市总市值与消费支出序列之间存在协整关系；2. 股票市场财富效应微弱，并且方向为负，影响因子仅为-0.056；我国消费支出主要取决于居民可支配收入，其影响系数为 0.97。第五部分从中国现状出发分析了股市财富效应微弱的现实原因，并给出了政策建议。

本文的创新之处在于运用信息经济学、博弈论阐述了股市财富效应存在的微观基础；综合生命周期假说和持久收入假说，建立了 LC-PIH 模型，并以此为基础进行理论分析和实证研究，该模型贯穿全文始终；以动态分布滞后模型为基础进行多元回归，考虑了滞后期变量的影响，研究更全面。

关键词：财富效应；协整检验；LC-PIH 模型

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

In 2010, the total value of Shanghai and Shenzhen Stock Market of China ranked the third throughout the world. In July, 2010, GDP of China surpassed Japan and ranked the second throughout the world. In the context of booming stock market and rapid economic growth, this dissertation attempts to explore how the stock market wealth effect affect consumption in China. This dissertation contains five chapters and arranges as follow:

The first two parts are introduction and literature review. The third part is theoretical analysis: first we introduce the connotation of wealth effect, then we elaborate the stock market wealth effect under different consumption functions, focusing on the analysis under the Life Cycle - Permanent Income Hypothesis (LC-PIH), from which we summarize the basic features, transmission mechanism and the existence conditions of the stock market wealth effect. The fourth part is the empirical study. We select data of urban per capita disposable income, total retail sales of consumer goods and total market value in circulation in the Shanghai and Shenzhen stock market in China. First we utilize Unit Root Test and Johansen Test to confirm the Co-integration, and then based on LC-PIH, we apply multiple regressions under Dynamic Distributed Lag structure, come to the conclusion that in China, the stock market effect affect the consumption weakly and the consumer demand is sensitive to disposal income. In the last chapter, we analyze the roots of the faint wealth effect and put forward policy advice.

There are three innovations: The use of game theory in the existence conditions analysis; The use of LC-PIH both in theoretical analysis and empirical study; The use Dynamic Distributed Lag Model in multiple regressions.

Key Words: Wealth effect; Co-integration test; LC-PIH model.

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

1 绪论.....	1
1.1 选题背景和意义	1
1.2 论文框架	2
1.3 研究方法和创新之处	2
2 文献综述	4
2.1 国外相关文献综述	4
2.2 国内相关文献综述	8
3 股票市场财富效应的理论探讨	14
3.1 财富效应的内涵	14
3.2 股票市场财富效应的消费函数分析	14
3.3 股票市场财富效应的作用机制分析	19
3.4 股票市场财富效应的基本特征	21
3.5 股票市场财富效应的存在条件	22
4 中国股票市场财富效应的实证分析	29
4.1 变量选取和数据处理	29
4.2 单位根检验	31
4.3 Johansen 协整检验	34
4.4.基于 LC-PIH 的动态分布滞后模型实证检验	37
4.5 实证研究结论	39
5 我国股市财富效应微弱的原因及政策建议	40
5.1 中国股市财富效应微弱原因分析	40
5.2 政策建议	45
附录.....	48
参考文献	53
后记.....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1: Introduction	1
Section 1 Background and Significance of Selected Topic	1
Section 2 Outline of the Research.....	2
Section 3 Research Methods and Innovations	2
Chapter 2: Literature Review.....	4
Section 1 Overview on Related Foreign Literature	4
Section 2 Overview on Related Domestic Literature	8
Chapter 3: Theoretical Analysis on Stock Market Wealth Effect and Consumption	14
Section 1 Connotation of Wealth Effect	14
Section 2 Analysis of Stock Market Wealth Effect under Consumption Function	14
Section 3 Transmission Mechanism of Stock Market Wealth Effect	19
Section 4 Basic Features of Stock Market Wealth Effect.....	21
Section 5 Existence Conditions of Stock Market Wealth Effect	22
Chapter 4: Empirical Study on Stock Market Wealth Effect and Consumption	29
Section 1 Variable Selection and Data Processing	29
Section 2 Unit Root Test.....	31
Section 3 Johansen Test	34
Section 4 Multiple Regressions Based on PC-PIH Dynamic Distributed Lag Model.....	37
Section 5 Conclusion of Empirical Study	39
Chapter 5: Reasons for Weak Stock Market Wealth Effect on Consumption and Policy Suggestions	40

Section 1 Reason for Weak Correlations between Stock Market Wealth Effect and Consumption	40
Section 2 Policy Suggestions	45
Appendix	48
References	53
Thanks	56

1 绪论

1.1 选题背景和意义

1.1.1 选题背景

20 世纪 90 年代，美国股市气势如虹，与之伴随的是，国内经济持续增长，居民消费支出显著增加，消费信贷规模突飞猛进，边际消费倾向和平均消费倾向均呈增长态势——股市上扬、消费增加和经济增长并驾齐驱。美国的实践告诉我们：首先，在一个成熟的经济体中，股市状况与经济增长相互作用，密不可分。其次，在发达国家中，股市财富效应是一个客观存在，股市繁荣能够带动经济增长、扩大消费需求。最后，政府在制定宏观经济政策时，应致力于创造制度条件，充分发挥股市的财富效应。

1990 年 12 月，上海证券交易所成立。1991 年 6 月，深圳证券交易所成立。经历 20 年的发展，截至 2010 年末，我国股市拥有上市公司 2062 家，投资者 1.3 亿户，证券公司 106 家，基金公司 62 家，流通中股票市值 265422.59（亿元），居全世界第二位。这样蓬勃发展的股市，它是否像美国股市一样产生巨大的财富效应？在扩大需求成为政策目标之一的今天，中国股市对消费增长的贡献程度如何？如何制定政策才能更好地发挥股市财富效应来增加消费、促进经济增长？这是本文要研究的问题。

1.1.2 选题意义

研究股票市场财富作用具有重要的理论和实践意义：

1. 中国股市财富效应的研究，有助于提高宏观经济研究水平。如果股票市场的财富效应显著，那么股市规模和股票价格将会作为重要变量被引入以后的消费需求和宏观经济研究中，从而提高对宏观经济走势的预测能力。

2. 中国股市财富效应的研究，能够为政府制定宏观经济政策提供指导。长期以来，中国的经济增长主要由投资拉动，消费率偏低，扩大内需始终是中国宏观调控的重要方针。确定股市财富效应的存在性和影响程度，能够为拓宽刺激居民

消费需求的渠道提供理论依据。

3. 中国股市财富效应的研究,有助于指导政府明确股市定位、制定相应政策。本文通过对股市财富效应传导机制、基本特征和存在条件的探讨,揭示了阻碍中国股市发挥刺激消费需求、拉动经济增长等功能的症结,为规范股市、繁荣股市提供政策依据。

1.2 论文框架

本文分为五个部分。第一部分为绪论,主要阐述了选题背景和意义、介绍了本文的研究方法、研究框架和创新之处。

第二部分是相关文献综述,总结、评述了国外、国内在股票市场财富效应存在性、影响程度、作用机理方面的重要研究成果。

第三部分是关于股票市场财富效应对消费需求影响的理论探讨,主要从财富效应的内涵、消费函数对财富效应的分析入手,以生命周期-持久收入模型(LC-PIH)为框架,剖析了股票市场财富效应的作用机制和基本特征,提出了股票市场财富效应发挥作用的必要条件。

第四部分是实证分析。选取 2003-2010 年的城镇居民人均可支配收入、人均社会消费品零售总额和中国沪深股市流通中股票总市值的季度数据为样本,首先通过单位根检验和 Johansen 协整检验,检验了时间序列数据的平稳性,证实了流通中股票总市值、可支配收入和居民消费支出三个变量之间协整关系的存在;然后,以生命周期-持久收入假说(LC-PIH)的基本思想为基础,建立了动态分布滞后模型,得出了中国股票市场的财富效应对消费需求产生微弱的负面影响的结论。

第五部分从中国现状出发分析了我国股票市场财富效应对消费需求影响微弱的原因,并有针对性地提出了政策建议。

1.3 研究方法和创新之处

在研究方法上,本文做到理论研究和实证研究相结合。在理论研究中,阅读大量文献,归纳评述了国内外学术界相关领域的研究成果;运用归纳方法、演绎

方法进行规范分析，以消费函数为起点系统阐述了股票市场财富效应，形成了本文的基本理论框架。在实证研究中，采用了定性分析和定量分析相结合的方法，首先运用计量经济学中的单整检验和协整检验方法确定了协整关系，然后运用了多元回归的基本思想和动态方法对股票市场的财富效应进行了研究，图表的应用提高了文章说服力。

本文的创新之处在于：

1. 运用信息经济学博弈论的相关知识分析了股票市场财富效应的微观基础；
2. 在理论上，结合莫迪利亚尼的生命周期理论和弗里德曼的持久收入理论，建立了生命周期-持久收入模型（LC-PIH），并以该模型为基础，对股票市场的财富效应进行了理论分析和实证研究；
3. 在研究方法上，采用了动态分布滞后模型，运用动态方法，引入了滞后项的影响，更全面、精确地解释了中国股票市场的财富效应。

2 文献综述

2.1 国外相关文献综述

早在六十年前,国外理论界就展开了关于财富效应的探讨。庇古的实际余额效应原理是最早的关于财富效应的阐述。1941年,庇古在《就业与均衡》一书中提出,金融资产的真实价值对消费存在影响。他认为,在完全竞争市场条件下,衰退期间物价下跌,会带来居民的真实财富余额增加,从而会使财富净值提高,居民消费欲望提高。与此相反,早在1936年,凯恩斯在其名著《就业、利息与货币通论》中提出,消费水平取决于相对于物价变动的居民及收入,与财富水平无关。当一般价格水平发生变动时,居民的货币收入不变而实际收入发生变动,从而消费支出发生变动。^[1]这是两种消费论的理论源头。帕廷金(1956)认为,庇古的真实余额效应和凯恩斯效应的分歧根源在于对消费函数的理解方式不同。他在宏观经济模型中引入了庇古效应,以瓦尔拉斯一般均衡理论为基础分析了财富存量对劳动、商品、债券和货币四物品市场需求函数的影响。他认为:“实际余额效应定义为:物品(包括货币)的需求不仅是相对价格和期初物品拥有量的函数,而且还是货币余额实际价值的函数。也就是说,需求不仅受相对价格体系和预算限制的制约,还要受货币实际价值变动的影响”。^[2]弗里德曼(Friedman, 1957)的持久收入理论^[3]和莫迪利亚尼(Modigliani, 1954)^[4]的生命周期假说都从消费者微观决策入手分析,消费者在预算约束内,以一生效用最大化为目的进行决策时都会将财富水平作为决策因素。他们以微观决策为基础肯定了财富效应的存在。现在,随着消费理论的不断深化和发展,经济学界对于消费函数的研究已经取得了突破性的进展。

2.1.1 关于股票市场财富效应的存在性方面的文献

20世纪,以美国股票市场兴盛带来经济增长和消费显著增加为背景,美国理论界开始了对股票市场财富效应的研究。最早起始于安东和莫迪利亚尼(Ando, Modigliani, 1963)的生命周期模型,在解释家庭储蓄和消费行为时,该模型认为,即消费是由收入和财富决定的。^[5]研究股市财富效应的存在性方

面的文献有很多,总体上有两种观点:一种是股市涨跌影响居民消费水平,从而影响经济增长,即股市财富效应存在。另一种是股市涨跌对居民消费水平影响不显著,通过其他渠道作用于实体经济,即股市财富效应不存在。

1. 正方观点:股市状况影响消费水平,财富效应存在。

有大量文献认为美国股市存在财富效应。豪尔(Hall, 1978)利用回归方法检验了股市财富效应。文章选取居民可支配收入、滞后一期的消费、股票价格、总财富值作为自变量,以当期消费为因变量建立回归方程,在四个自变量中,居民可支配收入、滞后一期的消费和总财富变量对当期消费水平影响都不显著,只有股票价格通过了显著性检验,从而证实了股票市场的财富效应的存在性。^[6]路德维森和斯坦德尔(Ludvigson, Steindel, 1999)采用分时间段分析的方法进行研究,他把1953-1999的数据分为6个时间段,分别求出各个时间段内的居民边际消费倾向,得出两个基本结论:一是在微观层面,居民的边际消费倾向随着股票资产占家庭财富的比重增大而下降。二是总体上,美国股票资产价格对社会总消费支出有显著的正面影响。从而股票财富增加对居民消费增长有显著贡献,财富效应是存在的。^[7]尼古拉斯和斯蒂芬(Nicholas Apergis, Stephen M. Miller, 2006)在检验股市和消费关系时,引入了时间序列分析方法,通过对股票价值、居民收入与消费三个变量的人均数据进行了协整检验,并建立了误差修正模型,得出三者长期稳定协同变化、股市对消费存在显著影响的结论。^[8]

除了美国之外,其他国家也有大量的相关研究。埃迪森和斯洛克(Edison, Slok, 2001)研究了英国、日本、德国等发达国家股票市场 against 家庭消费支出的影响,得出了财富效应存在的结论。^[9]凯斯(Case, 2001)采用近25年的面板数据,对14个国家的股票市场和房地产市场财富效应进行了对比实证分析,文章认为,在这14个国家中,相对于对消费刺激作用更为显著的房地产市场,股票市场同时具有微弱的财富效应。^[10]诺波特(Norbert Funke, 2002)在更大的样本内验证了股市对消费的刺激作用。他们以股票收益为股市的代理变量,采用亚洲、非洲、拉美16个新兴国家从1985到2000年的年度数据,分析了股市状况对消费水平的影响,证明了在长期内,股票收益对消费水平存在正向影响,股市的财富效应存在。^[11]

许多学者对房地产市场和股票市场的财富效应进行了比较分析,这方面的文

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库